



争议解决法律评述  
2019年6月

**上海**  
上海市银城中路68号  
时代金融中心16楼和19楼  
邮编: 200120  
电话: +86 21 3135 8666  
传真: +86 21 3135 8600

**北京**  
北京市建国门北大街8号  
华润大厦4楼  
邮编: 100005  
电话: +86 10 8519 2266  
传真: +86 10 8519 2929

**香港**  
香港中环皇后大道中5号  
衡怡大厦27楼  
电话: +852 2592 1978  
传真: +852 2868 0883

**伦敦**  
1F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)

**SHANGHAI**  
16F/19F, ONE LUJIAZUI  
68 Yin Cheng Road Middle  
Shanghai 200120 P.R.China  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

**BEIJING**  
4F, China Resources Building  
8 Jianguomenbei Avenue  
Beijing 100005 P.R.China  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

**HONG KONG**  
27F, Henley Building  
5 Queen's Road Central  
Central, Hong Kong  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

**LONDON**  
1F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

[master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

作者：杨培明 | 张亦文 | 张天宇

如果要在民商事审判领域挑选一个影响力最大的案例，苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案，也就是业界通常所简称的“海富案”毫无疑问会榜上有名。作为对业务实操影响最大，遭受质疑和分析最多的案例之一，很多人都会惊奇的发现，从复习考试到工作回复客户问题，只有“海富案”从未缺席，套用一句流行的话来说，我们都是读着“海富案”一起成长的。在这个监管规则变动频繁、裁判尺度前后不一的时代，大家对于“海富案”的长情可以说是个不大不小的奇迹了。“海富案”所确立的“公司回购的对赌条款无效”的裁判规则，虽然也有不少争议，但是仍一直被实务界奉为金科玉律。

但是事情正在起变化，2019年4月3日，江苏高院就江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购

如您需要了解我们的出版物，  
请与下列人员联系：

郭建良: +86 21 3135 8756  
[Publication@llinkslaw.com](mailto:Publication@llinkslaw.com)

通力律师事务所  
[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)

**免责声明：**本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

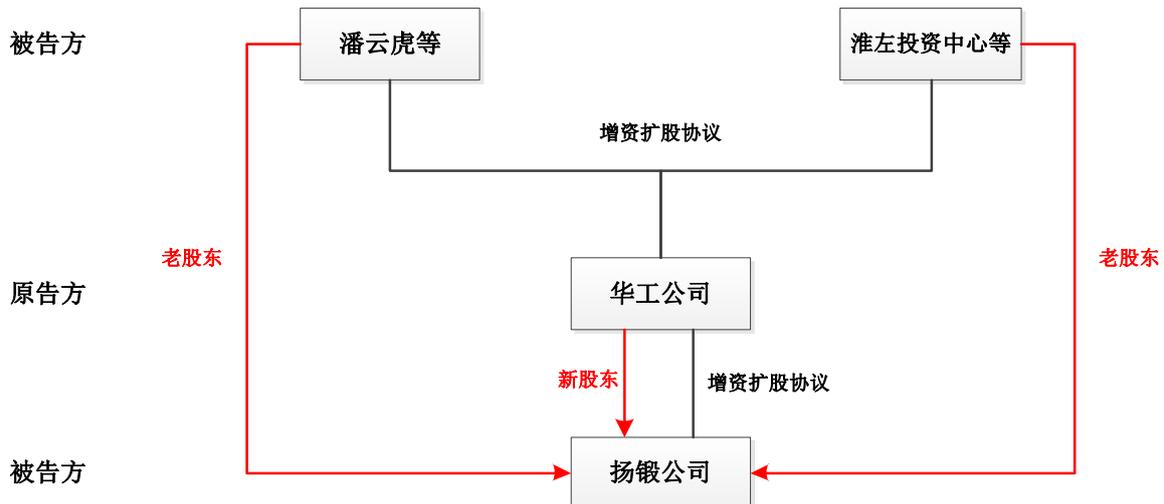
## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

股份纠纷作出再审判决(为行文之便,下文姑且简称“华工案”)。作为“海富案”以来,首个人民法院**认定公司回购的对赌条款有效**的案例,“华工案”一举打破了“公司回购的对赌条款无效”的神话,我们有理由相信这个案件将在投资领域引发新一轮的热议。

### 一题两解, “华工案”与“海富案”

“华工案”的交易结构并不复杂,案情也与“海富案”几乎如出一辙。

华工公司作为投资方溢价投资通过增资的方式进入目标公司扬锻公司,并且与扬锻公司的老股东包括潘云虎等创始股东、淮左投资中心等前轮投资方共同签署《增资扩股协议》和《补充协议》。



“华工案”中,各方在《补充协议》中约定了“对赌条款”:

若乙方(扬锻公司)在2014年12月31日前未能在境内资本市场上市或乙方主营业务、实际控制人、董事会成员发生重大变化,丙方(华工公司)有权要求乙方回购丙方所持有的全部乙方的股份,乙方应以现金形式收购;

乙方回购丙方所持乙方股权的价款按以下公式计算:  $\text{回购股权价款} = \text{丙方投资额} + (\text{丙方投资额} \times 8\% \times \text{投资到公司实际月份数} / 12) - \text{乙方累计对丙方进行的分红}$ ;

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

甲方(各老股东)、乙方应在丙方书面提出回购要求之日起 30 日内**完成回购股权等有关事项，包括完成股东大会决议，签署股权转让合同以及其他相关法律文件，支付有关股权收购的全部款项，完成工商变更登记**;

若甲方、乙方在约定的期间内未予配合并收购丙方所持有公司股份，则乙方应按丙方应得回购股权价款每日的0.5%比率支付罚息，支付给丙方;

本协议生效后，乙方的违约行为导致丙方发生任何损失，甲方、乙方承担连带责任。

针对上述条款的效力问题，“华工案”的一审和二审法院均秉持了“海富案”延续下来的裁判观点，即与公司回购的对赌条款属于无效的约定。但是，江苏高院的再审判决却完全颠覆了一审、二审乃至“海富案”的裁判观点。如果我们将“华工案”与“海富案”中法院关于对赌条款效力所作认定进行对比，更能发现江苏高院在“华工案”判决中的论述完全是围绕最高院在“海富案”中的观点所展开，足见江苏高院在“华工案”中所作出的探索与努力。

	海富案	华工案
脱离经营的固定投资收益	这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益 <b>脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益</b> 。	该约定虽为相对固定收益，但约定的年回报率为8%，与同期企业融资成本相比并不明显过高， <b>不存在脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律</b> 。华工公司、扬锻集团公司及扬锻集团公司全体股东关于华工公司上述投资收益的约定，不违反国家法律、行政法规的禁止性规定，不存在《中华人民共和国合同法》第五十二条规定的合同无效的情形。
损害公司和债权人利益		我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定。 <b>有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，亦不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对公司资本维持原则的违反</b> 。

很显然，关于公司回购的对赌条款是否有效的问题，“华工案”和“海富案”给出了截然不同的两种答案。

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

### 从“海富案”到“华工案”，心血来潮还是水到渠成

“华工案”是否得到最高院“授意”，全国范围内其他法院在认定对赌条款效力时是否也会秉持相同的司法观点，相信是大家更为关心的话题。

但说实话来说，“华工案”究竟是江苏高院的一家之言，或是在判决作出前已经与最高院形成“默契”，在法院正式发声前恐怕没有人可以给出答案；至于其他法院是效仿“华工案”或是延续“海富案”，在非判例法的司法制度下更是不可能有人给出结论。我们唯一可以确定的是，“华工案”的出现绝对不是江苏高院的心血来潮，面对股权投资之中大量应用对赌条款的投资实践，“海富案”筑起的高墙实际上在“华工案”之前就出现了裂痕。

2018年9月，最高院就强静延与曹务波、山东瀚霖生物技术有限公司股权转让纠纷案<sup>1</sup>作出判决，又称“瀚霖案”，其中最高院肯定了目标公司可以在经公司内部决策程序的情况下对股东对赌回购义务提供担保的效力。并且，最高院在“瀚霖案”之中的论证思路，实际上已经能看到江苏高院在“华工案”之中论证思路的蛛丝马迹。最高院在“瀚霖案”之中肯定目标公司为对赌提供担保的原因主要有两条：

**第一：目标公司提供担保已经经过了充分、完整的内部程序，目标公司的股东对于交易背景和条款均系知悉；**

**第二：目标公司实际上在系列的投资交易中获得了发展所需的资金，目标公司和目标公司的全体股东均从中获益；**

这两条理由，特别是第二条理由的论述，实际上反映出最高院对公司回购的对赌条款的认识已经出现了可喜的变化，从原先机械地认为对赌条款必然损害公司利益，到现在能够认识到获得融资本身对于公司来说就是从中获益，这背后反映出我国最高司法机关对于商业投融资实践的关注和回应。对于公司本质的认识，也从固守传统的大陆法系的“法人组织”，到现在逐步接受美国公司法的影响，认识到公司作为“融资工具”对于社会经济作用的巨大作用。从与公司对赌就是“明股实债”，“明股实债”就是损害公司利益的阴谋奸宄，到坦然接受股权融资之于公司发展的重要价值，最高院从“海富案”到“瀚霖案”的进步，毫无疑问是江苏高院敢于在“华工案”中彻底打碎“海富案”筑起的高墙最重要的支撑。

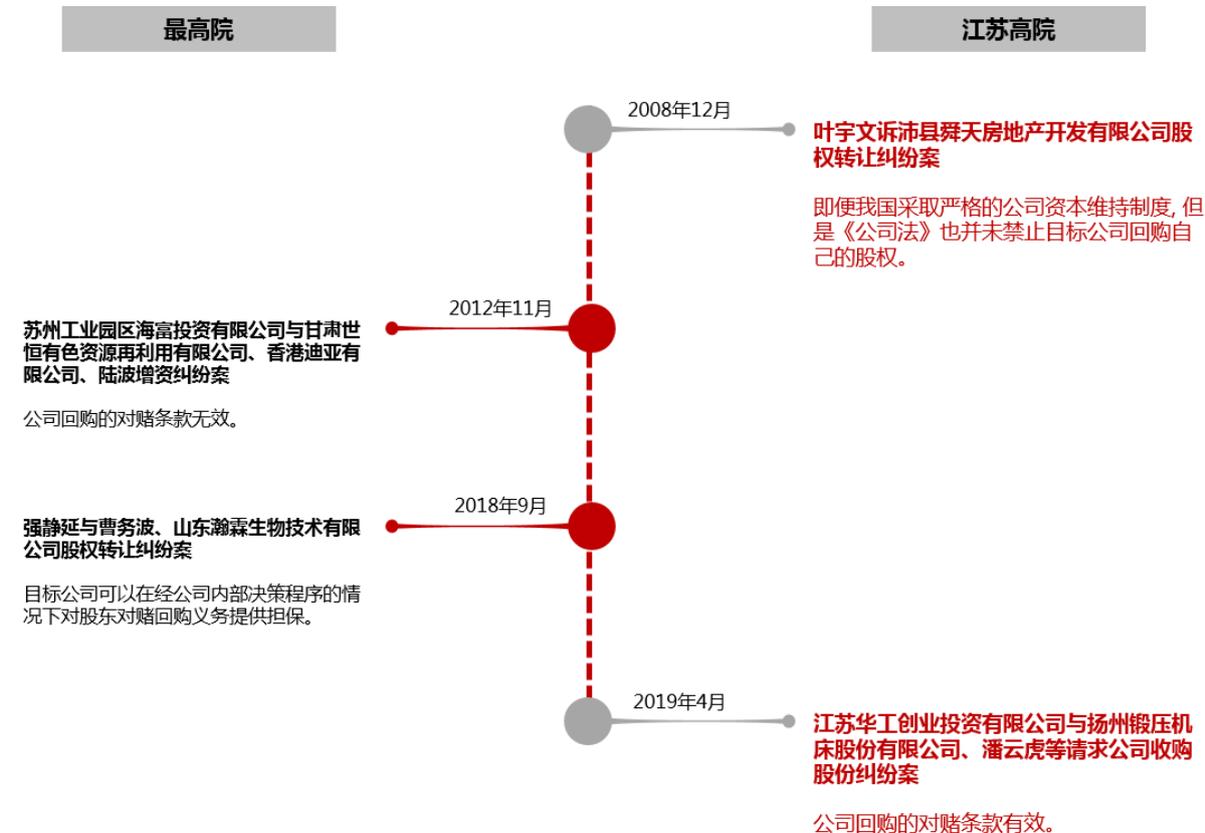
**再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效**

	瀚霖案	华工案
脱离经营的固定投资收益	本案中，案涉担保条款虽系曹务波代表瀚霖公司与强静延签订，但是 3000 万元款项并未供曹务波个人投资或消费使用，亦并非完全出于曹务波个人需要，而是全部投入瀚霖公司资金账户， <b>供瀚霖公司经营发展使用，有利于瀚霖公司提升持续盈利能力</b> 。这不仅符合公司新股东强静延的个人利益，也符合公司全体股东的利益，瀚霖公司本身是最终的受益者。即使确如瀚霖公司所述并未对担保事项进行股东会决议， <b>但是该担保行为有利于瀚霖公司的自身经营发展需要，并未损害公司及公司中小股东权益，不违反公司法十六条之立法目的</b> 。因此，认定瀚霖公司承担担保责任，符合一般公平原则。	该约定虽为相对固定收益，但约定的年回报率为 8%，与同期企业融资成本相比并不明显过高， <b>不存在脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律</b> 。华工公司、扬锻集团公司及扬锻集团公司全体股东关于华工公司上述投资收益的约定，不违反国家法律、行政法规的禁止性规定，不存在《中华人民共和国合同法》第五十二条规定的合同无效的情形。
损害公司和债权人利益		我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定。 <b>有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，亦不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对公司资本维持原则的违反</b> 。

“瀚霖案”的判决一经公布，在当时也引发了投资界和法律界的热议，通过交易结构的变化实现相似的商业效果，足以让人感叹法律的精妙，但是“瀚霖案”的结论毕竟距离“与公司对赌条款有效”还是隔了一层窗户纸，直到“华工案”的出现，犹如武昌起义中划破黎明的一声枪响，真正宣告了新时代的到来。

回到江苏高院过往的审判实践，江苏高院的法官对于“华工案”显然酝酿已久。早在 2008 年的叶宇文诉沛县舜天房地产开发有限公司股权转让纠纷案<sup>2</sup>(又称“叶宇文案”)判决中,江苏高院就旗帜鲜明的认为，**即便我国采取严格的公司资本维持制度，但是《公司法》也并未禁止目标公司回购自己的股权**。而在“华工案”之中，江苏高院更进一步，直接认为**公司回购本公司股权的对赌条款不属于《合同法》五十二条规定的合同无效的情形**。

再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效



从“叶宇文案”到“华工案”，这一步看似不大，但穿插“海富案”和“瀚霖案”，却迟到了超过十年之久，具有重要的开创意义。因为在过往的判决中，《合同法》与《公司法》的交叉适用是最大的实务难点，与公司回购的条款或者被认定为违反《公司法》关于公司回购自己股份的规定而无效，或者被认定为损害公司中小股东的利益而无效，关于《公司法》相关规定究竟是效力性强制性规定还是管理性强制性规定的争议也从未停止过。

面对上述纷繁复杂的争议，江苏高院在本案之中的裁判逻辑却冷静而清晰。他们延续了认为我国公司法并不禁止有限责任公司回购本公司股份的一贯论述，并且以此为前提，结合案情进一步分析了“对赌”作为一种商业安排，其合同各方究竟获得了怎样的利益，并据此认定在“华工案”中目标公司实际上能够从现有的商业安排获得利益——这里实际上就和“瀚霖案”之中最高法院的思路形成了衔接。至此，江苏高院实际上对于那些认为对赌协议无效的观点已经从“是否违反公司法”和“是否损害公司中小股东利益”两个方面均作出了回应。

但是江苏高院并没有到此为止，他们进一步指出，虽然约定的回购方式实际上让投资人获得了脱离公司业绩的固定收益，但是这种收益的存在本身仍然并不损害公司及公司其他股东的利益，这直接推翻了“海

**免责声明：**本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

富案”的判决的核心逻辑，甚至也颠覆了很多人对于“股权投资”这一概念的根本认识。江苏高院认为，**只要这种相对固定收益相比于正常的融资成本没有明显过高、没有脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律，就仍然是有效的**。在这种认定下，江苏高院这个判决对于商事主体的赋权实际上到达了一种前所未有的程度，必将极大的丰富目前股权投资的实践，为有限公司特别是广大中小企业的融资带来新的福音。

“华工案”的司法观点是昙花一现或是成为主流，我们只需静待结果。但可以明确的是，“华工案”的出现不是江苏高院的心血来潮，而是从“叶宇文案”至今超过十年的审判经验所积累的精华。**在更尊重商事主体意思自治的理念的驱动下**，江苏高院“华工案”的判决开创了股权投资的新时代，那么未来究竟会怎样，让我们拭目以待吧。

### “华工案”未完的话题，目标公司减资如何强制执行

在中国的司法实践中有一件颇为玩味的事情，那就是审判法官在作出判决的时候，往往会优先考虑判决是否能够得到执行，而不是判决本身是否符合法理或者当事人的约定。而在所有涉及增资协议效力问题的案件中，由于减资需要履行相应的公司法的法定程序，所以如何强制执行始终不是一件简单的事情。因此，有研究者指出<sup>3</sup>，不少法院为了避免执行的困难，在裁判思路就习惯先入为主地去审查合同的效力，因为一旦能够找出合同无效的理由，直接判合同无效即可，自然也就不需要再去考虑执行的问题。

但是严格的来说，合同的效力与合同的履行实际上是两件事。一方面，所谓合同无效，实质上应当为合同本身无效，比如签订合同的目的就是违法的，或者签订合同就是为了损害其他人的利益。但是如果合同的履行行为而不是合同行为本身违反法律的规定，则不能一概的就认定合同无效。另一方面，合同无效实际上是公权力对于当事人意思自治所施加的一种极其严厉的制裁，直接导致当事人之间的商业安排完全解体，因此应当特别慎重。**区分“合同效力”和“合同履行”，能够在最大可能的维护当事人的意思自治，给予当事人以更大的选择权，也会让司法裁判具有更多的弹性化空间**，因此一直是学者和实务届呼吁的一个发展的方向。

在“华工案”中，江苏高院特别讨论了系争的对赌协议在法律层面履行的可能性，正是体现出对于“合同效力”和“合同履行”的区分意识，而且江苏高院也明确指出，**可以通过正常的公司减资的手续，实现股份有限公司的股权回购，实际上也为民事判决作出之后的履行指明了方向**。需要强调的是，江苏高院在最终的判决中仍然仅确定了支付回购款的给付义务，并未创设回购的行为义务，也是因为支付了回购款之后，标的公司和原股东有充分的理由主动履行公司减资的手续，涤除投资人的股东地位，避免了强制执行过程中可能带来的麻烦。利益永远比强制更能推动一个人的行为，从这个角度上说，江苏高院的判决真是充

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

满了司法的智慧。

“二、扬州锻压机床股份有限公司于本判决生效之日起十日内**支付江苏华工创业投资有限公司股份回购款25199135.81元**及以2200万元为本金按每日0.5%计算的逾期付款利息自2015年1月31日起计算至本判决生效之日止”

### 后“海富案”时代，对赌条款要注意些什么

在“华工案”的激动之余，我们还是需要反思，在“华工案”是否彻底推翻“海富案”尚不明朗的情况下，起草对赌条款时的注意事项：

1. “华工案”与“海富案”之间并未涉及法律法规的变化，因此该等司法观点的转变适用于在任意时间段签署的对赌条款；进一步来说，“华工案”对于股权融资的友好态度可以让我们在探讨很多“明股实债”结构效力时秉持更为乐观的态度；
2. “瀚霖案”所确定的由公司为股东回购义务承担连带保证责任的交易结构仍有其生存空间，相比于直接与公司对赌，两者差别仅在于**股东是否享有对目标公司的追偿权**，因此如果就与公司对赌的效力问题仍然心存疑虑，不妨考虑以“瀚霖案”的结构平稳过渡；
3. 如果希望在合同中约定与公司对赌的条款，我们**仍然建议在合同中约定仲裁作为争议解决方式**，一方面是早在“华工案”之前就已经有了多个认定与公司对赌的条款有效的仲裁案例；另一方面是“华工案”出现后，法院对于对赌条款司法观点的逐渐开放很可能也会让更多仲裁员接受“与公司对赌的条款有效”的司法观点。

至于其余的问题，只能继续观望了，我们同样期待在未来就对赌条款的效力，可以给出完整无保留的法律意见。

### 结语：

“与股东对赌有效，与公司对赌无效”，“海富案”所确定的规则早已深入人心，“华工案”的出现一方面肯定了“与公司对赌”的合同效力，更重要的是反映了裁判者在商事审判领域内对意思自治更大程度的保护。

事实上，“海富案”并非特例，每个最高院就合同效力问题所作出的判决都会引起相关行业的热议，金融机构股权代持合同是否有效，违反国有资产招拍挂规定的合同是否有效，未经商委审批的中外合资合同是否有效等等问题，最终都是最高院一锤定音给出具有示范性的案例。所以，在江苏高院作出“华工案”判决后，我们同样期待最高院的回应，期待最高院为对赌条款重新正名。

## 再见海富案，依法减资回购股份的对赌条款有效

如需进一步信息，请联系：

<b>作者</b>	
杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@linkslaw.com	
<b>上海</b>	
秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com	杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@linkslaw.com
牟笛 电话: +86 21 3135 8688 vincent.mu@linkslaw.com	
<b>北京</b>	
郑润镐 电话: +86 10 8519 1623 patrick.zheng@linkslaw.com	秦悦民 电话: +86 10 8519 2266 charles.qin@linkslaw.com
<b>香港(与方緯谷律师事务所联营)</b>	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
<b>伦敦</b>	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2019

<sup>1</sup> ((2016))最高法民再 128 号

<sup>2</sup> (2008)苏民二终字第 0048 号

<sup>3</sup>潘林:《重新认识“合同”与“公司”——基于“对赌协议”类案中美比较研究》,《中外法学》2017 年第 1 期,第 261 页